

学校编码: 10384
学号: 17620111151285

分类号_____密级_____
UDC _____

廈門大學

硕 士 学 位 论 文

风险投资对创业企业高管激励和招募的影响
——来自中国上市公司的证据

The Influence of Venture Capital on Start-ups'

Managerial Compensation and Recruitment

——Evidence from China's Listed Companies

张甲龙

指导教师姓名: 沈维涛教授

专 业 名 称: 企业管理学

论文提交日期: 2014 年 4 月

论文答辩时间: 2014 年 月

学位授予日期: 2014 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2014 年 4 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名): 张甲龙

2014 年 5 月 20 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ☒ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：张甲龙

2014 年 5 月 20 日

摘要

好的管理对所有的企业都是重要的，尤其是那些年轻的、处于高速成长期的创业企业更需要优秀的管理来支持企业的不断发展和进步，而这些富有活力和创造力的创业企业通常却缺少优质的管理资源，特别在企业的初始阶段，技术型人才往往多于管理型人才。因此，创业企业的发展潜力很大程度上要依赖于激发现有管理层内在积极性的能力和从外部招募高水平管理人员的能力。区别于其他金融机构，风险投资机构独特的而关键的“管理增值”功能可以满足创业企业这一需求。

本文基于管理层这一微观视角，着重分析了风险资本对创业企业的“管理增值”功能，以创业企业管理层为切入点，将风险资本的“管理增值”功能分解为激发现有管理层内在积极性和招募高水平管理人员两部分。并运用委托—代理理论、企业动态能力学说、实物期权观点三种理论框架对其进行理论分析并在此基础上提出研究假设。然后，以中小板和创业板的创业企业为研究样本，通过收集相关数据来检验研究假设，并得出结论。

本文发现，风险投资机构的入驻提升了创业企业的高管激励程度，在短期激励方面，有风投背景的创业企业其高管薪酬业绩敏感性更高；在长期激励方面，有风投背景的创业企业更倾向于实施股票期权、限制性股票和股票增值权等高管长期激励措施；风险投资机构还提高创业企业从外部招募高管的可能性，帮助企业积极吸引外部人才，构建适应不同发展阶段的管理团队以解决发展瓶颈问题，完成“个人管理”到“团队管理”的转变。

关键词：风险投资；创业企业；管理增值

Abstract

Good management is important for all enterprises, especially those young and high-speed-growth start-ups which mostly can't move to maturity for lack of high quality management resources in the initial stage. Therefore, the potential development of start-ups depend on a great extent decreasing agent cost, stimulating incentives of management and recruiting managers who own high-level administrative experience and knowledge or specific skills. Distinctive from other financial intermediaries, venture capital (VC) possessing unique and critical "value-added management" function can meet the particular and over-increasing requirements of start-ups better.

Based on the microeconomic perspective of enterprise's management, this thesis mainly explores VC governance based on "value-added management" function. The author specifies the contents of the "value-added management" function and then decomposes this mentioned function into two parts--motivating internal manager's instinctive enthusiasm and recruiting high-level external managers to enhance the management capacity and performance. Then, the author offers basic theoretical framework, which is composed of the Principal-Agent theory, the theory of dynamic capabilities and the real option theory, to explain the VC governance based on "value-added management" function. Lastly, this thesis empirically studies about the impact of VC's "value-added management" function on start-ups' top-manager's incentive mechanism and recruitment of administrative personnel in high position, using the listed companies on the Shenzhen GEM (Growth Enterprise Market) Board and Shenzhen SME (Small and Medium-size Enterprise) Stock Market Board as the sample.

By comparing VC-backed start-ups and non VC-backed start-ups, this thesis find out that venture capital indeed play an important role in start-ups' early-stage management in china. VC-backed start-ups have stronger relation between

firm performance and TMT (top manager team) compensation than non VC-backed start-ups. In short term, the pay-performance sensitivity of VC-backed start-ups' TMT compensation is higher; and in long term, VC-backed start-ups are inclinable to adopt more share options, restricted stocks and stock appreciation rights to make sure managers subordinate the present interests to the long-term interests. Besides, venture capitalists tend to help the start-ups they invest develop professional recruitment system and build new TMT when they find the present TMT is not appropriate in the given stage of the firms' life expectancy.

Key words: venture capital; start-ups; value-added management

目 录

1 绪论.....	1
1.1 研究背景和研究意义.....	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	2
1.1.3 研究内容及框架	3
2 文献综述	6
2.1 风险投资的“管理增值”功能研究综述.....	6
2.2 风险投资对高管薪酬影响的研究综述.....	10
2.3 风险投资对高管招募影响的研究综述.....	13
3 理论分析和假设提出	16
3.1 委托-代理理论对风险投资“管理增值”功能的解释	16
3.2 动态能力学说对风险投资“管理增值”功能的解释	18
3.3 实物期权观点对风险投资“管理增值”功能的解释	20
3.4 假设提出.....	22
4 研究设计	25
4.1 样本来源及处理.....	25
4.2 研究模型和变量定义.....	29
5 实证结果和分析	34
5.1 描述性统计.....	34
5.2 回归结果分析.....	36
5.2.1 风险投资对高管薪酬业绩敏感性影响实证分析	37
5.2.2 持股比例对高管薪酬业绩敏感性影响实证分析	39

5.2.3 投资期限对高管薪酬业绩敏感性影响实证分析	41
5.2.4 风险投资对高管长期激励影响的实证分析	43
5.2.5 风险投资对高管招募影响实证分析	44
5.3 稳健性检验	47
6 研究结论与展望	51
6.1 研究结论	51
6.2 研究启示	51
6.3 可能的创新点和不足	53
参考文献	55
致谢	61

Contents

1 Introduction.....	1
1.1 Research Background and Significance.....	1
1.1.1 Research background	1
1.1.2 Research significance	2
1.1.3 Research content and framework	3
2 Literature Review	6
2.1 Review of VC's "Value-added Management" Fuction	6
2.2 Review of the Influence of VC on Managerial Compensation	10
2.3 Review of the Influence of VC on Managerial Recruitment	13
3 Theoretical Analysis and Research Hypotheses	16
3.1 The Principal-agent Theory	16
3.2 The Theory of Dynamic Capabilities.....	18
3.3 The Real Pption Theory.....	20
3.4 Research Hypotheses.....	22
4 Research Design	25
4.1 Sample Source and Selection.....	25
4.2 Research Model and Variables Definition	29
5 Empirical analysis.....	34
5.1 Descriptive Statistics	34
5.2 Regression Simulation Result Analysis	36
5.2.1 Analysis of the influence of VC on managerial compensation	37
5.2.2 Analysis of the influence of VC's shares on managerial compensation	39
5.2.3 Analysis of the influence of VC's investment horizon on managerial compensation	41

5.2.4 Analysis of the influence of VC on managerial long-term incentive.....	43
5.2.5 Analysis of the influence of VC on managerial recruitment.....	45
5.3 Robustness Test	47
6 Conclusions and Enlightenments	51
6.1 Research Conclusions	51
6.2 Research Enlightenments	51
6.3 Possible Innovations and Weaknesses	53
Reference	55
Acknowledgement.....	61

1 绪论

1.1 研究背景和研究意义

1.1.1 研究背景

对于创业企业而言，缺少资金是显而易见的通病，而增值服务同资金一样，也是一种重要的资本。在风险投资界有一个不成文的格言：钱不是一切。创业企业希望在获得资金的同时，也能够得到更多的附加服务，例如管理咨询服务、市场营销指导服务、技术研发顾问服务、财务顾问服务、资本市场服务等。因此，对风险投资机构来说，给创业企业的不仅仅是钱，“资金无差别，服务是关键”，作为风险投资机构的核心竞争力所在，增值服务在日益激烈的竞争中将凸显其重要性。

德丰杰和百度，前者为全球著名的大型风险投资公司，后者现为全球最大的中文搜索引擎公司，二者在创业初期的合作可以看作风险资本对创业企业提供“管理增值”服务的标本。2000年，当德丰杰出资750万美元换取百度30%的股份时，时值全球互联网泡沫破灭的高峰，成立刚满一年的百度当时流动资金几近枯竭。这次融资是百度发展历史上最重要的时刻，如果没有这样一笔巨大的投资，百度或许就不会有后来的成功。而更为重要的是，德丰杰通过对百度关键经营运作过程的积极参与，为其未来的成功注入了增值活力。

在百度成立初期，由于搜索引擎技术在中国发展不成熟，相关人才稀少，德丰杰在帮助企业积极招募人才，组建管理团队的同时，更重要的是参与设计了百度的股票期权计划。这使得百度在早期保持了较为稳定和高效的管理团队和设计团队，后来被称为“百度七剑客”的刘建国、雷鸣、郭眈、王啸等人也在当时拿到了数量不等的股票期权，这些人日后成为百度搜索引擎的主要开发设计者，稳定而具有强大执行力的管理团队也在日后百度与竞争对手的冲突与商战中发挥着重要的作用。

特别是在2004年，德丰杰通过猎头公司找来了普华永道最年轻的合伙人王

湛生担任百度的 CFO，其制定了著名的“牛卡计划”（牛卡计划：将百度上市后的股票分为 A 类——新发行股票和 B 股——原始股，10 股 A 类股票的投票权相当于 1 股 B 类股。这一股权结构还规定一旦收购方收购了 B 类股票，就立即转为 A 类股票。百度上市招股说明书载明，百度新发行股票仅占 10%，如果收购成功，投票权也不过 1%），从而避免了百度被 Google 收购的结局，而当时 Google 的市值已经超过了 1000 亿美元。在面对强大竞争对手的收购时，采取何种方式保护自己的利益，以避免创业企业在被并购后陷于边缘化的不利后果，百度的表现堪称做到了极致，这和王湛生的努力是密不可分的。因为百度作为一家互联网科技公司，其早期的管理团队中大多为技术型人才，而正是像王湛生这样的拥有国际化视野和实践的管理型人才的加盟才逐步完善了公司的管理架构。

在百度发展早期，公司主要靠向门户网站出售搜索服务来赚取服务费，其国内市场占有率一度高达 80%，但是在经过 2001 年上半年的网络低潮后，国内能够购买这种搜索服务的网站就剩下新浪、搜狐等少数几家大型门户网站。而且在服务范围、方式及收入分成等方面，百度不可避免地受到这些大客户的制约。在公司面临盈利模式变更的紧要关头，百度的管理层采取了正确而快速的反应，德丰杰在决策的制定和贯彻中扮演了重要的角色。最终百度决定借鉴 Overture 公司的经验，将竞价排名作为自己的主要盈利模式并建立百度门户，从而摆脱了依附于主流门户网站生存的被动状态，而这家 Overture 公司也是德丰杰投资过的高科技企业之一。2003 年年底，百度已经确立了自己在中文搜索引擎市场的绝对领导地位，并且已成为全球第二大独立搜索引擎商。此外，在百度上市过程中，德丰杰也对百度管理团队进行了积极的调整，按照美国资本市场的要求和惯例强化百度的职能部门以便为登陆 NASDAQ 成功上市铺平道路。最终，百度于 2005 年 8 月 5 日在 NASDAQ 成功上市，首日涨幅高达 358.85%，成为美国历史上首日上市表现最好的 10 只股票之一。

1.1.2 研究意义

风险资本对创业企业的“管理增值”功能最先是由 Gorman 和 Sahlman 两位学者首先提出的，以后的学者从不同的角度和研究方法对这一功能进行探究和分析。在中国，王益和许小松^[1]最早将风险资本的“管理增值”概念归纳为“设立

控制机制以保护投资、为企业提供管理咨询、募集追加资本、将企业带入资本市场运作以顺利实现必要的兼并收购和发行上市”，其后大多数学者的实证分析多集中在国家和产业层面，企业层面特别是高管层面的涉及较少。

本文基于创业企业管理层这一微观视角，着重分析了风险资本对创业企业的“管理增值”功能，并通过三种理论框架（委托—代理理论、企业动态能力学说、实物期权观点）解释了其内在机理；以创业企业为切入点，将风险投资的“管理增值”功能分解发现有管理层内在积极性和招募高水平管理人员两部分。本文的理论分析和框架构建是对国内学者在该领域研究的有益补充。

在之前建立的理论框架基础上，本文以中小板和创业板的创业企业为研究对象，通过收集相关数据来构建数据库，并建立计量经济模型来检验风险资本的“管理增值”功能。得出的实证结果对于了解我国风险投资现状，深入了解风险资本对创业企业的“管理增值”服务作用大小和原因方面具有实践意义。

1.1.3 研究内容及框架

本文首先归纳总结关于风险投资、管理增值、高管薪酬业绩敏感性、高管招募的国内外研究文献，在梳理这些现有研究成果的前提下，从管理层视角来分析风险投资对创业企业的“管理增值”功能，并运用委托—代理理论、企业动态能力学说、实物期权观点三种理论框架对其进行理论分析并在此基础上提出研究假设。然后，以中小板和创业板的创业企业为研究对象，通过收集相关数据来检验研究假设，并得出结论。主要研究内容如下：

第一章为绪论。分别介绍本文的研究背景，从理论和实践两方面阐述研究意义，对本文的研究内容进行了梳理。

第二章为文献综述。分别从风险投资和“管理增值”功能、风险投资和高管薪酬、风险投资和高管招募三方面分析、归纳和整理现有的研究文献。风险投资和“管理增值”功能的文献综述主要遵循“管理增值”功能的假说提出和实证证实这一发展脉络进行归纳；风险投资和高管薪酬的文献综述主要从高管薪酬业绩敏感性和风险资本对高管薪酬的影响两个角度来进行归纳整理；风险投资和高管招募的文献综述主要从创业企业对高级管理人才的需求和风险投资机构对高级

管理人才的供给两个维度进行总结。

第三章为理论分析和假设提出。本文分别从委托—代理理论、企业动态能力学说和实物期权观点三种理论框架来对风险投资的“管理增值”功能做出解释，并在理论分析的基础上提出研究假设。

第四章为研究设计。根据研究设计的需要设置研究变量并构建适合的研究模型，然后对研究样本进行筛选和相关数据的收集加工。本文选取的研究样本为创业板和中小板的创业企业，相关数据从CSMAR数据库、WIND数据库、CV Source（China Ventures Source）数据库获取以及从企业上市招股说明书中手工收集。

第五章为实证结果和分析。首先进行描述性统计分析，从整体上直观地了解风险资本对创业企业的影响；然后进行回归结果分析，对各假设进行具体的计量分析并对模型做出适宜的解释；最后为了增加研究结论的可靠性，对上述的回归结果进行稳健性检验。

第六章为研究结论与展望。总结了本文得出的结论，并根据得出的结论从创业企业、风险投资机构和政府三个角度阐述了相关建议。最后针对本文可能出现的不足和瑕疵进行分析，并给出了今后研究可能的侧重点和解决办法。

依据上述研究内容，本文的主要框架结构如图 1-1 所示：

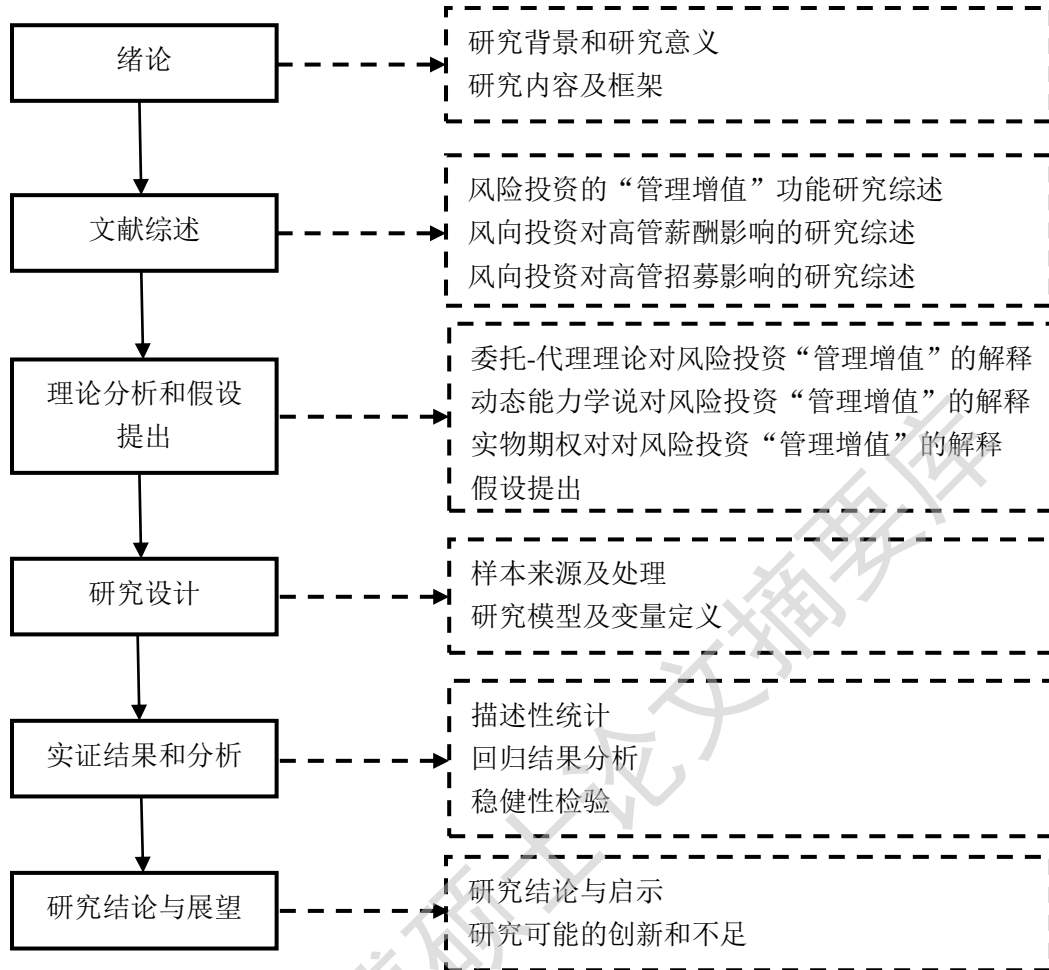


图 1-1 论文结构框架图

2 文献综述

2.1 风险投资的“管理增值”功能研究综述

创业企业在增加就业和刺激创新方面扮演了不可或缺的角色,然而由于创业企业在启动初期普遍面临融资困境,此类企业的特质通常需要投资方快速投资、对创业企业的盈利有长期的预期并且以权益投资为主,风险投资作为一种金融媒介,其追求资本增值,而非长期持有所投资企业的私人股权以获得股息收益(朱爱萍, 2004)^[2]的资本属性满足了创业企业的这一需求。当风险投资进入一家企业之后,风险投资成了企业的共同拥有者,越来越多的研究提供的证据表明,风险投资机构不仅对创业企业的融资越来越重要,而且还为所投资的企业带来附加价值。

风险资本之所以区别于其他类型的金融资本,最大的特点在于其向创业企业提供除资金之外,还提供有关企业经营管理等方面的专业性咨询和指导,即增值服务。在世界经合组织科技政策委员会于 1996 年发表《风险投资与创新》的研究报告中,将风险投资定义为:风险投资是一种向极具发展潜力的新兴企业或者中小企业提供股权资本的投资行为。其基本特点是:投资周期一般为 3-7 年;提供的帮助不仅包括资金投入,还包括有关企业经营相关的帮助。

早期的研究将研究重点集中于风险投资的结构(财务设计)和在解决信息不对称以及降低投资风险中所起的作用(Admati & Pfleiderer, 1994; Amit, Glostén & Muller, 1990; Chan, 1983; Cornelli & Yosha, 1997; Hellmann, 1998; Marx, 1998; Repullo & Suarez, 2000)^[3-9],风险资本和创业企业被看成具有契约关系的“契约人”,那些接受风险资本的创业企业通常在企业经营方面蕴含着高风险,更重要的是这些创业企业与风险投资机构存在高度的信息不对称,即经理们通常对企业有着更准确的信息并且试图隐瞒这些信息。经营的高风险性和信息不对称问题更加突出了公司治理的作用,研究理论通常将二者的关系放在两种模型下进行解释,即委托—代理模型和控制权分配模型。Sahlman (1990)将风险投资机

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库